

Company Update



임은영
Analyst
esther.yim@samsung.com
02 2020 7727

2019. 5. 15

우리산업 (215360)

1Q19 Review: 수주모멘텀을 기다리며

- 1Q19실적은 PTC매출 성장은 유지되었으나, HVAC Actuator의 매출부진 및 단가인하 압력으로 추정치 하회.
- 1Q19에 예상되었던 대규모 수주결정이 지연되면서 주가 부진. 2020년 이후 글로벌 완성차업체의 공격적인 전기차 투자계획을 감안할 때, 하반기에 강한 수주 모멘텀 기대.
- 1Q19실적부진을 반영하여 2019년, 2020년 수익추정치를 하향하고, 목표주가를 2019년, 2020년 평균EPS에 기존 Target P/E 20배를 적용, 목표주가를 34,000원으로 15%하향. 잠시 기다림이 필요한 시기.

WHAT'S THE STORY

1Q19 실적, 부진: 매출액 782 억원(+0.3%QoQ, +6.9%YoY) 및 영업이익 31 억원(-13.2%QoQ, +0.6%YoY)으로 영업이익률 3.9% 기록.

- PTC히터 매출 154억원(+23.4%YoY): 전체 매출액 대비 19.7%(+2.7%pYoY) 비중 기록. 1Q19에 테슬라 모델S 및 모델X는 12,100대(-44.5YoY%)로 보조금 감소로 부진. 이를 현대/기아차 장거리전기차인 코나EV 및 니로EV 판매증가, 그 외 중국 메이커형 납품 증가로 상쇄.

2Q19실적, 전년도 실적부담: 2Q19에 매출 847억원(+1.5%YoY) 및 영업이익 39억원(-12.8%YoY)으로 영업이익률 4.7% 전망. 현대/기아차 장거리EV 생산증가로 PTC매출 고성장 지속. PTC매출은 196억원(+30.6%YoY) 및 매출비중 21.8% 전망. 다만, 전년도에 우리엠오토모티브와 PTC히터의 고수익성을 기록하면서 영업이익률이 5.4%였던바, 전년도에 미치지 못할 전망.

2H19, 수주 모멘텀 기대: 향후 5년간 글로벌 완성차업체는 전기차에 대해 100조원의 투자를 계획. 2020년부터 공격적인 신규모델 출시. 동사는 글로벌 3대 PTC메이커로 하반기 대규모 수주가 기대됨.

- PTC히터, 글로벌 1위 사업자로 성장전망: 글로벌 공조업체의 파트너사, 중국업체와의 경쟁이 없어 고성장 예상. 글로벌 M/S는 2017년 11%에서 2021년 26%전망.

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가 34,000원 (25%)

현재주가 27,200 원

시가총액 2,483.9억원

Shares (float) 9,132,163주 (60.5%)

52 주 최저/최고 25,450원/39,100원

60 일-평균거래대금 28.9억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
우리산업 (%)	-13.9	-16.0	-8.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-9.5	-21.6	8.0

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	34,000	40,000	-15.0%
2019E EPS	1,326	2,083	-36.3%
2020E EPS	2,077	2,751	-24.5%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	49,000
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

분기 실적

(십억원)	1Q19	증감 (%)	차이 (%)
		전년동기 대비	전분기 대비
매출액	78.2	6.9 (10.6)	(4.5) (0.4)
영업이익	3.1	1.1 (12.7)	(26.9) (30.3)
세전이익	4.4	31.5 66.1	4.2 n/a
순이익	3.2	25.5 107.2	(2.7) 6.7
이익률 (%)			
영업이익	4.0		
세전이익	5.6		
순이익	4.1		

자료: 우리산업, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	20.3	20.5	13.1
P/B	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	10.0	9.4	6.6
Div yield (%)	0.4	0.4	0.4
EPS 증가율 (%)	3.9	(1.0)	56.7
ROE (%)	11.8	10.6	14.7
주당지표 (원)			
EPS	1,338	1,326	2,077
BVPS	11,913	13,139	15,116
DPS	100	100	100

- **글로벌 경쟁사는 3곳:** PTC히터는 공조시스템의 일부로 우리산업은 2차 Vendor. PTC히터 주요 경쟁사는 독일의 Catem, 미국의 보그워너(아일랜드 BERU System인수)이며, 프랑스 발레오가 내재화 추진 중. PTC히터는 디젤차량의 보조히터로 겨울철 Pre-heating 역할을 담당해왔으나, 전기차에서는 주요 난방역할을 담당. ASP는 디젤용 1만원에서 전기차용 PTC히터는 30만원으로 상승. 이후 최근 대량수주 단가는 20~25만원 수준으로 하락.
- **시스템사업자의 파트너사:** 동사는 자동차 공조시장의 글로벌 1위, 2위 사업자의 파트너사. 덴소와 한온시스템은 시스템 납품사로 PTC히터를 내재화할 계획이 없음. 테슬라의 Thermal Management System의 사례와 같이, 차량의 열관리는 전체적인 시스템설계와 구성이 특정부품에 의존하는 것보다 중요.

우리산업: 1분기 실적요약

(십억원)	1Q19	1Q18	4Q18	증감 (%)	
				전년동기 대비	전분기 대비
매출액	78.2	73.1	87.5	6.9	(10.7)
영업이익	3.1	3.1	3.6	0.6	(13.2)
세전계속사업이익	3.3	3.3	2.6	(2.1)	23.7
순이익	2.1	2.5	1.5	(16.6)	37.7
이익률 (%)					
영업이익	3.9	4.2	4.1		
세전계속사업이익	4.2	4.6	3.0		
순이익	2.7	3.5	1.8		

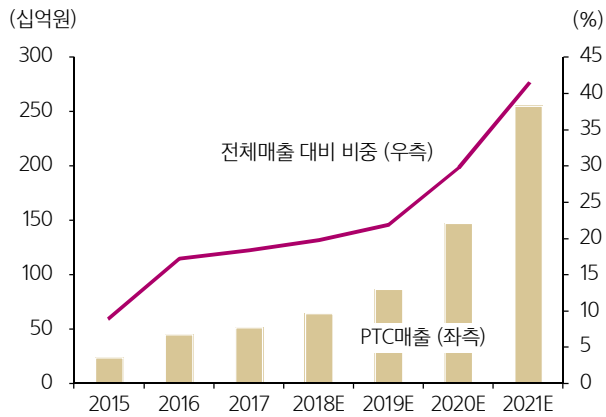
자료: 우리산업, 삼성증권

우리산업: 실적전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
원/달러 (평균)	1,072	1,080	1,122	1,128	1,126	1,130	1,100	1,100	1,160	1,130	1,075	1,100
매출액	73.1	83.4	88.7	87.5	78.2	84.7	89.8	95.8	258.8	279.4	335.3	385.6
성장률 (%)	7.0	23.9	26.0	19.3	6.9	1.5	1.2	9.5	(1.2)	8.0	20.0	15.0
PTC히터	12.5	14.4	19.1	18.7	15.4	18.5	23.1	27.1	44.5	51.2	65.5	91.8
성장률 (%)	3.8	29.7	45.9	24.8	23.4	28.3	21.3	44.6	88.9	15.0	28.0	40.0
매출총이익	8.6	11.2	12.0	9.9	8.6	10.8	11.4	13.3	38.1	41.1	44.4	52.6
영업이익	3.1	4.5	6.2	3.6	3.1	3.9	4.9	5.8	16.0	17.1	20.9	24.6
성장률 (%)	(7.9)	1.3	29.9	(22.2)	0.6	(12.8)	(21.1)	63.3	8.5	7.3	22.0	17.8
세전이익	3.3	4.6	5.7	2.6	3.3	2.9	5.0	5.2	16.4	14.4	20.6	24.2
순이익	2.5	3.5	4.5	1.5	2.1	2.3	3.9	4.1	13.1	11.7	15.8	18.9
성장률 (%)	75.2	124.9	12.2	(67.3)	(16.6)	(35.5)	(13.4)	162.6	1.0	(10.7)	34.7	19.5
이익률 (%)												
영업이익	11.8	13.4	13.5	11.3	11.0	12.8	12.7	13.8	14.7	14.7	13.2	13.6
세전이익	4.2	5.4	7.0	4.1	3.9	4.7	5.5	6.1	6.2	6.1	6.2	6.4
순이익	4.6	5.6	6.5	3.0	4.2	3.4	5.6	5.4	6.3	5.2	6.1	6.3

자료: 삼성증권 추정

우리산업 PTC매출 전망



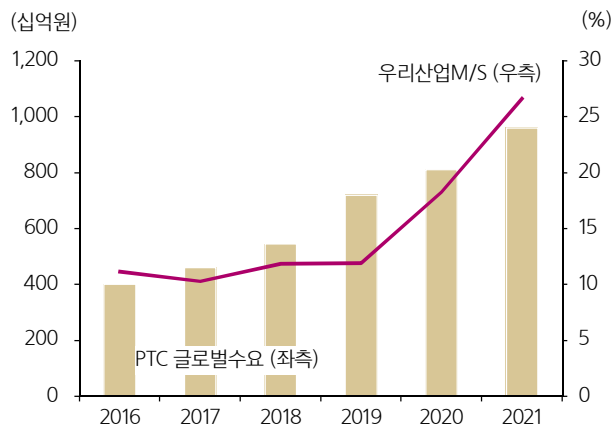
자료: 우리산업, 삼성증권

PTC히터 제품사진



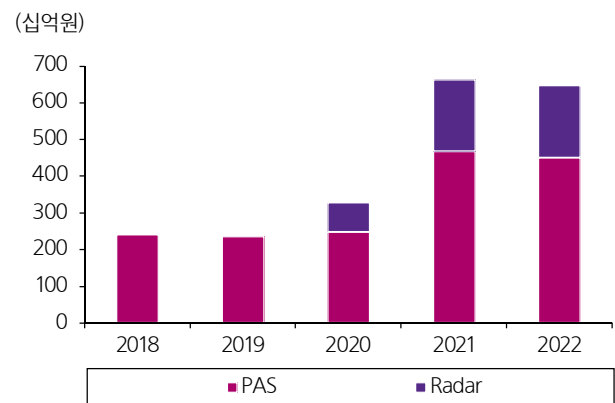
자료: 우리산업, 삼성증권

우리산업 PTC, 글로벌M/S전망



자료: 우리산업, 삼성증권 추정

우리엠오토모티브 매출 전망



자료: 우리산업, 삼성증권

BYTON M-Byte 컨셉트카(SUV)



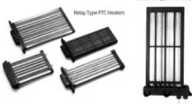
자료: 언론, 삼성증권

BYTON K-Byte 컨셉트카(Sedan)



자료: 언론, 삼성증권

우리산업: 주요제품 현황

제품	이미지	설명
HVAC actuator		공조장치 내 Flap의 각도를 조정하여 차량내의 온도, 바람의 방향, 실내-외기를 전화하여 주는 제품
Clutch coil		차량에어컨의 Compressor를 작동 또는 정지시켜주는 장치
Control head		차량 히터 또는 에어컨을 운전자가 원하는 환경으로 작동시키기 위한 Controller로서 실내온도, 외기온도, 태양광의 양, 냉각수의 온도 등을 감지하는 센서의 정보를 받아 CPU가 공조시스템을 제어하여 차량 실내 온도를 조절하는 장치
PTC heater		Diesel vehicle: 겨울철 시동과 동시에 차량 유입 공기를 직접 가열하여 차량 내부 온도를 신속히 예열 시키는 보조 난방 장치 Electric Vehicle: 겨울철 전기자동차의 유일한 Heating System으로서 전세계 전기차 시장을 선도하는 제품으로 부상
EPB (Electric Parking Brake)		차가 서 있을 때는 브레이크가 자동으로 잠겨 있다가, 출발할 때는 엑셀러레이터 페달만 밟으면 자동으로 풀리는 전자 제어식 브레이크 장치
Headlamp driven actuator		야간 주행시 효과적인 시야 확보를 할 수 있도록 자동차 헤드램프의 각도 및 조광량을 자동으로 조절하는 제품
Electric current sensor		Hybrid & Electronic vehicle에 장착되는 필수 제품으로 엔진룸에서 구동되는 고전압 전류상태 및 차량 실내에서 구동되는 저전압 전류상태를 수시로 체크하는 센서. 차량당 4개장착
Coolant Heater		차량의 냉각수 직가열 방식히터로 배터리 히터로 사용
Coolant Valve (3Way/ 4Way Valve)		냉각수 유로 및 유량조절을 통한 열관리 시스템 부품
AAF (Active Air Flap)		차량 전면 Radiator Grill에 장착되어 공기유입을 수시로 조절해 주는 제품 (연비 향상 제품). 하이브리드 차량에 적용 중, 향후 마일드하이브리드 및 일반차량 적용 예상
COD Heater		COD Heater는 수소연료전지차용 고전압 냉각수 히터. 추운 겨울철 수소연료전지차를 작동할 때 COD 히터를 이용해 냉각수를 빠르게 가열해 효율성을 높이는 장치

자료: 우리산업, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	279	333	366	458	480
매출원가	239	291	322	400	420
매출총이익	40	42	44	58	61
(매출총이익률, %)	14.4	12.5	12.0	12.7	12.7
판매 및 일반관리비	23	24	26	33	35
영업이익	17	17	18	25	26
(영업이익률, %)	6.1	5.2	4.8	5.4	5.4
영업외손익	(3)	(1)	(1)	(0)	(0)
금융수익	5	6	3	5	5
금융비용	7	6	5	6	7
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(0)	(1)	1	2	2
세전이익	14	16	16	25	26
법인세	3	4	4	5	6
(법인세율, %)	18.1	26.1	24.6	22.0	23.1
계속사업이익	12	12	12	19	20
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	12	12	12	19	20
(순이익률, %)	4.2	3.6	3.4	4.2	4.2
지배주주순이익	12	12	12	19	20
비지배주주순이익	(0)	(0)	0	0	(0)
EBITDA	26	28	29	36	35
(EBITDA 이익률, %)	9.4	8.5	7.9	7.9	7.4
EPS (지배주주)	1,289	1,338	1,326	2,077	2,215
EPS (연결기준)	1,287	1,326	1,353	2,120	2,194
수정 EPS (원)*	1,289	1,338	1,326	2,077	2,215

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	19	15	30	48	29
당기순이익	12	12	12	19	20
현금유출입이없는 비용 및 수익	15	24	19	20	19
유형자산 감가상각비	7	9	9	8	7
무형자산 상각비	2	2	3	3	2
기타	6	13	8	9	10
영업활동 자산부채 변동	(3)	(17)	4	16	(2)
투자활동에서의 현금흐름	(41)	(12)	(14)	(15)	(3)
유형자산 증감	(17)	(8)	(8)	(8)	0
장단기금융자산의 증감	(20)	(5)	(1)	(2)	(1)
기타	(5)	(0)	(5)	(5)	(2)
재무활동에서의 현금흐름	21	(0)	(6)	(1)	(1)
차입금의 증가(감소)	(1)	1	(5)	0	0
자본금의 증가(감소)	1	(0)	0	0	0
배당금	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	21	0	0	0	0
현금증감	(2)	2	10	32	25
기초현금	8	6	9	19	51
기말현금	6	9	19	51	76
Gross cash flow	27	36	31	40	39
Free cash flow	(2)	1	22	40	29

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 우리산업, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	148	164	178	213	247
현금 및 현금등가물	6	9	19	51	76
매출채권	57	73	74	76	79
재고자산	61	56	57	58	61
기타	23	27	28	29	30
비유동자산	83	85	86	87	78
투자자산	5	6	6	8	8
유형자산	66	66	65	65	57
무형자산	11	11	11	12	9
기타	1	4	4	4	4
자산총계	231	250	263	301	325
유동부채	120	130	132	149	154
매입채무	48	48	52	65	69
단기차입금	49	55	55	55	55
기타 유동부채	23	28	25	29	30
비유동부채	12	8	9	10	11
사채 및 장기차입금	7	3	3	3	3
기타 비유동부채	5	6	6	8	8
부채총계	132	138	141	159	165
지배주주지분	99	109	120	138	157
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	41	40	40	40	40
이익잉여금	34	44	55	73	93
기타	20	20	20	20	20
비지배주주지분	0	3	3	3	3
자본총계	99	111	123	141	160
순부채	40	34	19	(14)	(40)

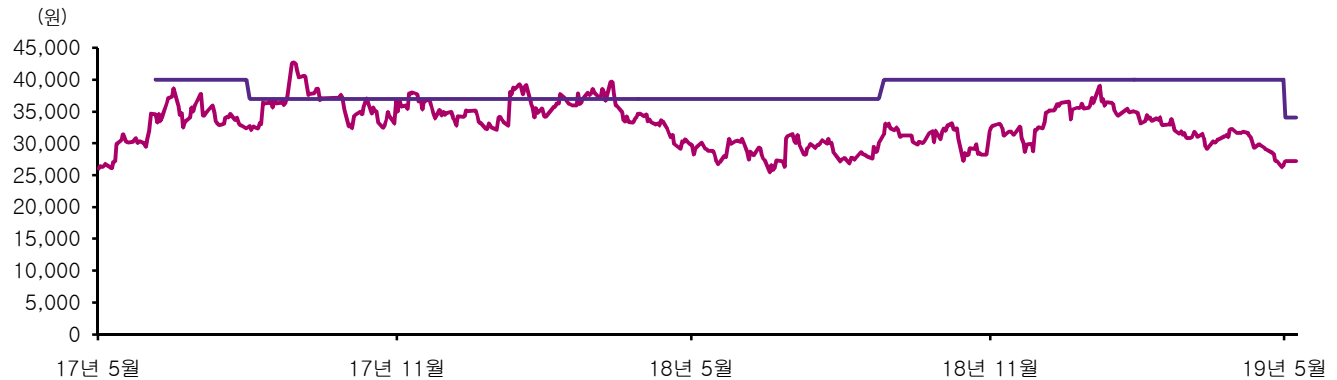
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	8.0	19.1	10.0	25.0	5.0
영업이익	7.4	1.2	2.2	40.2	5.0
순이익	(10.5)	3.0	2.0	56.7	3.5
수정 EPS**	(10.6)	3.9	(1.0)	56.7	6.6
주당지표					
EPS (지배주주)	1,289	1,338	1,326	2,077	2,215
EPS (연결기준)	1,287	1,326	1,353	2,120	2,194
수정 EPS**	1,289	1,338	1,326	2,077	2,215
BPS	10,805	11,913	13,139	15,116	17,231
DPS (보통주)	100	100	100	100	100
Valuations (배)					
P/E***	21.1	20.3	20.5	13.1	12.3
P/B***	2.5	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.0	10.0	9.4	6.6	6.0
비율					
ROE (%)	14.2	11.8	10.6	14.7	13.7
ROA (%)	5.6	5.0	4.8	6.9	6.4
ROIC (%)	10.8	9.1	9.3	14.4	16.2
배당성향 (%)	7.8	7.5	7.5	4.8	4.5
배당수익률 (보통주, %)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
순부채비율 (%)	40.3	30.5	15.4	(9.9)	(25.0)
이자보상배율 (배)	7.5	8.8	9.3	13.6	14.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/6/18	8/15	2018/8/15	9/10	2019/5/15
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	40,000	37,000	37,000	40,000	34,000
과리율 (평균)	(13.47)	(8.78)	(23.94)	(19.69)	
과리율 (최대/최소)	(3.38)	15.27	(18.92)	(2.25)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 3월 31일 기준

매수 (76.4%) | 중립 (23.6%) | 매도 (0%)